



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2019

Fluch oder Segen für die Marktstabilität?

Hens, Thorsten

Abstract: Passiv investieren beeinflusst in verschiedener Hinsicht den Finanzmarkt. Ein Beispiel ist die Liquidität. Passiv bedeutet weniger Handels- aktivität. Ein Ausgleichsmechanismus geht verloren.

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-184788>

Newspaper Article

Published Version

Originally published at:

Hens, Thorsten. Fluch oder Segen für die Marktstabilität? In: Finanz und Wirtschaft, 22 June 2019, 6.



WISSENSCHAFT

Fluch oder Segen für die Marktstabilität?

Passiv investieren beeinflusst in verschiedener Hinsicht den Finanzmarkt. Ein Beispiel ist die Liquidität. Passiv bedeutet weniger Handelsaktivität. Ein Ausgleichsmechanismus geht verloren.

THORSTEN HENS

Die Finanzkrise ist seit mehr als zehn Jahren vorbei und uns noch gut in Erinnerung – wenn auch nicht in guter Erinnerung. Noch nie zuvor war die Finanzmarktstabilität so sehr bedroht wie 2008. Inzwischen haben die Wissenschaft und der Regulator die Ereignisse durch Produktion von vielen Seiten Papier verarbeitet. Es ist aber fraglich, ob die Finanzmarktstabilität jetzt grösser ist. Die Fehler von 2008 werden hoffentlich so bald nicht wiederholt, aber heute lauern andere Gefahren.

Während die Finanzkrise ein Megashock mit Pauken und Trompeten war, kommen manche Gefahren für das Finanzsystem eher leise und schleichend daher. In diesem Beitrag sei untersucht, ob die steigende Tendenz zum Indexieren eine solche schleichende Gefahr für die Finanzmarktstabilität ist.

Einfluss auf Volatilität

Gemäss Goldman Sachs hat sich der Anteil der passiven Investoren seit der Finanzkrise mehr als verdoppelt. Zu ähnlichen Resultaten kommen Credit Suisse und Morningstar. Passive Fonds sind nicht nur in den USA auf dem Aktien- und dem Bondmarkt zunehmend beliebt, sondern haben sich weltweit ausgebreitet.

Passiv investieren hat sowohl auf der Marktmakro- als auch auf der Fondsmeso- und der Marktmikroebene Auswirkungen auf die Finanzstabilität. Auf der Makroebene wird die Preisbildung als Interaktion von Anlagestrategien auf dem Markt analysiert.

Dabei geht man davon aus, dass die

Marktmikrostruktur gut funktioniert und somit jeder Überhang an Nachfrage durch steigende Preise ausgeglichen wird. Umgekehrt fallen die Preise bei Angebotsüberhang. Eine berühmte Beobachtung von Nobelpreisträger Robert Shiller ist die sogenannte Überschussvolatilität, gemäss deren Marktpreise volatiler als die Fundamentalwerte sind. Diese Form der Instabilität ist ausgeprägter, je geringer der Anteil der fundamentalen Investoren ist. Also hängt aus Makrosicht die Finanzstabilität davon ab, ob mehr fundamentale oder mehr sogenannte Noise Traders, wie zum Beispiel Momentum-Investoren, zu passiven Anlegern geworden sind.

Weil seit der Finanzkrise fundamentale Aktienstrategien eine eher unterdurchschnittliche Rendite erzielen, sind vor allem aus diesen Fonds Investoren ins Lager der Passiven gewechselt. Zudem ist nicht jeder Index-ETF rein passiv. Sogenannte Leverage (gehebelte) ETF erhöhen die Marktinstabilität, da sie eine Marktsensitivität, ein Beta, grösser als das des Marktes haben. Somit ist aus Marktmakrosicht die Finanzstabilität durch den Trend zum passiven Investieren eher gesunken.

Die Marktmikrostruktur-Literatur untersucht die Marktliquidität, das heisst,



mit welcher Geschwindigkeit und zu welchen Kosten grössere Handelsaufträge im Markt ausgeführt werden können. Die Tendenz zum passiven Investieren entzieht dem Markt Liquidität, weil passiv anlegen mit weniger Handelsaktivität verbunden ist. Somit sind immer mehr Episoden zu erwarten, in denen unvorhergesehene Ereignisse, wie zum Beispiel Tweets von US-Präsident Donald Trump, den Markt kräftig durchschütteln können. Solche Episoden erhöhen die Volatilität, was dann wiederum dazu führt, dass sich Anleger vom Markt zurückziehen, womit wir uns in einem Teufelskreis befinden.

Gegensteuer gibt derzeit noch die von



den Notenbanken geschaffene Liquiditätsschwemme. Sie reduziert die Finanzierungskosten von aktiven Strategien und erhöht die Liquidität. Aber auch diese Politik wird einmal enden, sodass dann die durch die Passivierung gestiegene Gefahr für die Finanzstabilität offensichtlich wird. Also reduziert die Tendenz zur Passivierung auch aus Marktmikrosicht die Finanzstabilität.

Die Mesebene beschäftigt sich mit der Finanzstabilität aus Sicht der Anlagefonds. Aktive Fonds weisen eine inhärente Instabilität auf. Will ein Investor Anteile verkaufen, muss der Fonds Assets liquidieren und Cash auszahlen. Bei einer grossen Verkaufswelle drückt dies die Kurse, was zu weiteren Verkäufen von Fondsanteilen führen kann.

Passive Fonds wie ETF können in solch einem Fall die zugrundeliegenden Aktiva (Aktien und Obligationen) ausliefern. So kann die Abwärtsspirale vermieden werden. Zudem scheinen Investoren mit Indexfonds geduldiger zu sein als mit aktiven Fonds, weshalb die Passivierung auch aus diesem Grund zu weniger Preisbewegungen führt.

Andererseits folgen zahlreiche passive Fonds einem Index, sodass es bei den zugrundeliegenden Aktiva Renditesprünge bei Indexinklusion und Indexexklusion gibt, die nichts mit der Qualität der Assets zu tun haben.

Eine Zeitbombe

Schliesslich hat die Tendenz zur Passivierung zu einer Konzentration der Anbieter von Anlagefonds geführt. Vanguard und BlackRock verwalten zurzeit 4800 Mrd. \$, was 20% des Bruttosozialprodukts der USA entspricht. Im Vergleich zu diesen «Elefanten» war Lehman Brothers eher eine Maus. Lehman hatte vor der Finanzkrise mit 246 Mrd. \$ Assets unter Management nur gut 5% der Grösse von Vanguard und BlackRock.

Vanguard und BlackRock sind nicht nur too big to fail, sondern auch too big to rescue, was für die Finanzmarktstabilität sehr bedenklich ist. In Abwägung dieser Aspekte ist die Tendenz zur Passivierung

auch auf der Mesebene eher nachteilig für die Finanzmarktstabilität.

Wie man es auch dreht und wendet, die Tendenz zur Passivierung ist eine Zeitbombe, die im Hintergrund der öffentlichen Aufmerksamkeit tickt und hoffentlich nicht so bald explodiert.

